

货币政策、资产抵押担保渠道与资本结构

胡 杰

(南京财经大学 金融学院, 江苏 南京 210046)

摘要: 本文探讨了转型经济背景下货币政策、资产可抵押性对上市公司资本结构的影响。研究发现, 固定资产、存货和应收账款是通过抵押担保渠道影响公司资本结构的重要因素。进一步的经验研究表明, 货币政策变化对融资约束程度不同的公司的影响存在差异: 融资约束强的公司, 融资能力受到信贷政策的制约, 更容易受抵押担保渠道的影响, 对货币政策的反应更明显; 融资约束弱的公司债务融资的途径较多, 其对货币政策的反应更弱。本文的发现有助于加深我们对货币政策有效性的认识, 决策者应关注不同企业主体对政策效果的差异性。

关键词: 货币政策; 融资约束; 资本结构; 资产抵押

中图分类号: F273.4 文献标识码: A 文章编号: 1672-6049(2015)03-0029-08

一、引言

债务融资是公司重要的财务决策行为。公司可以通过多种形式进行债务融资, 如发行债券、银行贷款和商业信用等。公司特征、宏观因素以及公司和债权人之间的信息不对称性等是影响公司债务融资的重要因素。在我国, 金融体系以银行为主导, 这决定了银行信贷是我国公司融资的主要形式。根据 2013 年货币政策执行报告统计, 截止 2013 年底, 我国社会融资规模达到 17.29 万亿元, 其中银行信贷就达到了 8.9 万亿元, 足见银行信贷在我国社会融资中占据的重要地位。目前, 抵押信贷、票据贴现、信用信贷以及委托信贷是我国商业银行信贷的主要形式, 除委托信贷以外, 贷款银行为了保证借款人的偿还能力, 都要对抵押物、出质物的价值和权属以及出质权、抵押权的可行性进行检查。我国正处于转轨经济背景下, 法律对债权人的权利保护较弱, 以资产为抵押进行贷款将更有利于保护债权人利益, 进而缓解银企冲突, 因此, 公司的资产抵押

能力是影响公司融资的重要因素。

本文将研究公司的资产结构与资本结构的关系, 从而为资产抵押担保渠道提供新的证据。资产可抵押性是资产的一个重要特征, 在银行贷款合同中已得到广泛应用。理论研究和实证结果已经证明特定形式的债务融资, 如抵押借款, 可以缓解贷款合同不完全性带来的信息不对称问题如逆向选择和道德风险^{[1][2][3]}。如果公司破产或违约, 则债权人可获得抵押资产的所有权, 从而债权人利益得到了保障。Khieu 等^[4]指出资产抵押可以降低借款人预期的违约损失率。Rampini 等^[5]和 Campello 等^[6]发现, 当公司受到融资约束时, 通过资产抵押可以提高其债务融资能力, 降低违约风险, 从而增加公司投资。

公司的资产期限结构可能影响公司的债务期限结构, 我们有理由相信公司的短期资产可以作为公司短期负债(商业信用、短期借款)的抵押品, 长期资产可以作为公司长期负债(长期借款、商业房地产抵押贷款)的抵押品。尽管从理

收稿日期: 2015-05-11

基金项目: 教育部人文社科青年基金项目(14YJC630221)、江苏省高校优势学科建设工程资助项目(PADD)。

作者简介: 胡杰(1975—)男, 江西新余人, 南京财经大学金融学院讲师, 博士, 研究方向为公司金融。

论上说资产抵押渠道有利于所有公司的融资,但对那些受到融资约束的公司其作用应更明显。大型的、信息透明的和不受融资约束的公司不仅可以更容易地获得银行贷款,而且可以在资本市场上发行债券进行融资。而小型的、信息不透明的和受到融资约束的公司只能通过银行贷款和商业信用进行外部融资。鉴于银行信贷需要抵押,我们认为抵押贷款渠道对那些只能依靠银行贷款的公司来说更为重要。

企业的资本结构还会受到经济体系中的宏观因素的影响。Becker 等^[7]的研究表明当经济下滑时,可以进入债券市场的公司将会发行债券来抵销银行贷款的减少,而那些只能依靠银行贷款的公司却不能这样做。Korajczyk 等^[8]依据融资优序理论分析和验证了公司顺周期债务的发行,结果发现公司的资本结构受宏观经济的显著影响,受融资约束的公司其资本结构呈顺周期变化,不受约束的公司呈反周期变化。在国内,也有学者对宏观经济的作用进行研究,分析经济周期、货币政策对资本结构的影响^{[9][10][11]},但是对货币政策是否和怎样影响抵押贷款渠道进而影响资本结构却鲜有人研究。货币政策是微观企业面临的重要宏观经济事件,作为政府调控宏观经济的重要方式,它的波动会影响微观企业的投融资决策^{[12][13][14]}。因此,根据我国近十年的金融市场化,分析货币政策对企业抵押担保渠道的影响,对我国公司融资环境和货币政策的微观传导机制研究具有重要的理论和实践意义。

二、理论分析与研究假设的提出

信息不对称与不完全合同理论指出,相对于债权人来说,债务人具有信息优势,这样,债务人就有可能利用信息优势产生机会主义,做出危害债权人的行为。在银行贷款合同中,公司作为债务人其比银行等债权人更了解公司的实际经营状况,它就有可能利用银行等债权人不能掌握的信息而谋利,损害债权人的利益。但通过资产抵押可以减少债权人信息不对称的劣势,更好的保障债权人利益,这样,公司就可以从银行获得更多的贷款,缓解融资约束。相关研究已证实了抵押贷款作用的发挥依赖于资产的可抵押性^{[15][16]}。显而易见的是,公司很容易用来作为抵押的资产是房地产、存货和应收账款。房地产、存货是有形资产,应收账款是无形资产。应

收账款是公司在生产经营过程中因提供劳务、销售产品而应向购买单位收取的款项,它是由于公司销售行为的发生而产生的一项债权。应收账款虽然是无形资产,但它具有较好的流动性,因为它可以直接归属于银行或出售给代理融通公司。具有特殊用途的机器设备和许多无形资产(如专利权、商标权)的可抵押性较弱。资产的可抵押性取决于资产的专门用途和其价值的透明度。据此,我们提出研究假设 H1。

H1: 公司的可抵押资产(固定资产、存货和应收账款)的比例与财务杠杆正相关。

传统观点认为公司的资产结构与负债结构是相匹配的,也就是说短期资产(存货和应收账款等营运资本)应来自于短期融资(商业信用或短期借款),长期资产(厂房、机器和设备)应来自于长期融资(股权、长期债券或长期借款)。这点已在很多研究中得到证实。然而,这种推理在担保债务融资中可能就不成立。借款人的违约风险和贷款者的抵押要求可能会弱化资产和债务的期限匹配,强化抵押担保效应。换句话说,拥有较高比例可抵押资产的公司其杠杆可能更高,而与资产负债期限结构相匹配无关。为了考察这点,我们将检验高比例的短期资产(长期资产)是否与高比例的短期(长期)杠杆对应。据此,我们提出如下假说:

H2a: 短期资产(存货、应收账款)与短期财务杠杆(流动负债/总资产)正相关;

H2b: 长期资产(固定资产)与长期财务杠杆(非流动负债/总资产)呈正相关关系。

在我国,金融体系还不健全,金融市场的发展时间还比较短,这导致我国上市公司普遍存在着融资难的问题,表现为融资约束现象在我国上市公司中普遍存在,尤其是非国有公司更为明显^{[17][18]}。国内学者对公司融资约束理论展开了比较广泛的研究,马君潞等^[19]、吴宗法等^[20]以及黄志忠等^[14]的研究结果表明:融资约束较强的公司投资支出更多的依赖内部现金流,与国有企业相比,非国有企业融资约束现象更为显著。虽然我国资本市场发展迅速并取得了巨大成就,但与银行信贷相比,其融资规模还比较小,我国非金融公司仍然是以银行贷款为主要融资渠道。贷款合同的不完全性会导致有限执行力和信息不对称等金融摩擦,随着我国金融改革的深化,

商业银行的自主性逐步增强,其为了防范信贷风险,对贷款条件的规定非常严格,进而使得公司面临的融资约束程度更为严重。资产抵押作为一种担保机制,可以缓解公司与银行之间的信息不对称,减少公司的机会主义行为,有利于减少金融摩擦,增加公司获得银行贷款的机会。因此,可抵押能力是公司获得银行贷款融资的关键因素。不同的公司其面临的融资约束程度不同,融资约束较弱的公司可以采取除银行贷款之外的其它债务融资方式,如债券发行、外部权益融资等,而融资约束较强的公司其对银行贷款的需求更强烈。据此,本文提出如下假说:

H3: 与融资约束弱的上市公司相比,抵押担保渠道效应在融资约束强的上市公司中更为明显。

货币政策通过调节货币供应量、利率以及贴现率等政策工具对经济产生影响,进而调节微观主体行为,是宏观调控的主要手段。货币政策的变化直接体现为货币存量的变化,货币政策的变化将影响公司所面临的外部融资环境。货币政策的微小变动,将通过信贷渠道、利率渠道和抵押担保渠道,在公司和金融机构之间产生相互作用,使得公司财务状况、借款能力及资产价值发生连锁变化。在货币政策紧缩时期,抵押担保渠道效应可能减弱,其原因可能如下。首先,货币政策一旦紧缩,商业银行将会减少它的新增贷款,这将使公司的杠杆水平和可抵押资产的关系减弱,对那些融资约束强的公司这种效应将更为明显。其次,Campello等^[15]的调查证据表明受到融资约束的公司当不能获得外部融资时,其现金流量将会大幅减少,公司就会出售资产来满足业务发展对资金的需求。因此,当货币政策紧缩时,受到融资约束的公司就很有可能出售抵押能力强的资产,这将进一步降低资产结构与杠杆的关系。第三,货币政策的紧缩有可能引起公司资产价值的减少(如房地产),这将降低公司资产的抵押能力。而且,有证据表明融资约束弱的公司在遭受金融危机期间,会到资本市场上发行债券进行融资以弥补银行贷款的减少。据此,我们提出如下假说:

H4: 在货币政策紧缩时期,抵押担保渠道效应将减弱,融资约束强的公司受影响的程度更大。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择了我国深沪两市2003年至2012年的A股非金融类上市公司,并按以下条件对样本公司进行了筛选:(1)在样本期间未被ST或PT;(2)样本公司没有发行B股;(3)剔除了数据不全的公司。最后得到699家上市公司2003—2012年间的27960个平行面板数据季度观测值,涉及除金融业外12个行业门类。为了减少异常值对实证结果的影响,我们对所有连续变量的1%和99%极端值进行了winsorize处理。数据来源于CCER、CSMAR和WIND,并进行了数据的对比填补。

(二) 研究模型与变量定义

为了考察抵押担保渠道效应,我们使用以下三个变量来衡量公司的债务融资:(1)财务杠杆,定义为公司总负债与总资产的比值;(2)短期财务杠杆,定义为公司流动负债与总资产的比值;(3)长期财务杠杆,定义为公司非流动负债与总资产的比值。我们使用固定资产净值、存货净额和应收账款净额来衡量公司的资产结构,并将它们除以当期资产价值进行标准化(见表1)。

关于融资约束的衡量,目前在公司金融领域尚无定论。Hennessy和White^[21]的研究结果显示,传统上基于公司规模融资约束度量策略具有合理性。相比小规模的公司而言,规模大的公司信息不对称程度更低,更容易在市场中获得资金。因此,我们选择公司规模来衡量公司的融资约束程度,以其均值为标准来定义融资约束代理哑变量(Access),将公司规模大于均值的定义为1,表示融资约束弱的公司,小于其均值则取0,表示融资约束强的公司。在稳健性检验中,我们使用公司的产权性质来衡量公司的融资约束程度。我们以广义货币供给量的季度同比增长率来衡量货币政策状况,以其中位数为标准来定义紧缩货币政策代理哑变量(Tight),将货币供给季度同比增长率小于中位数定义为1,表示货币政策处于紧缩状况,大于其中位数则取0,表示货币政策处于宽松状况,货币政策均使用即期数据以考察货币政策的即时作用。

为了控制其他因素对公司杠杆的影响,我们还控制了成长性、投资机会和获利能力等因素的影响。其中,托宾Q值为公司市场价值与账面价

值之比,反映了公司的成长性与投资机会;Roe为净资产报酬率,反映了公司潜在的投资机会与获利能力,同时还包括行业哑变量和季度哑变量

等,以控制行业因素、时间因素对公司资本结构的影响。各变量的详细定义见表1。

表1 主要变量设计

变量名称	变量定义
被解释变量	
财务杠杆(Lev)	负债总额/资产总额
短期财务杠杆(SLev)	流动负债总额/资产总额
长期财务杠杆(LLev)	非流动负债总额/资产总额
解释变量	
固定资产净值(Fasset)	固定资产净值/资产总额
存货净额(Inv)	固定资产净值/资产总额
应收账款净额(Rec)	应收账款净值/资产总额
货币资金(Money)	货币资金/资产总额
融资约束程度哑变量(Access)	将公司规模大于均值的定义为1,小于其均值则取0
紧缩货币政策代理哑变量(Tight)	将货币供给季度同比增长率小于中位数定义为1,表示货币政策处于紧缩状况,大于其中位数则取0
控制变量	
托宾Q值(Q)	公司市场价值/账面价值
净资产报酬率(Roe)	净利润/净资产
行业(Industry)	行业哑变量,用来控制行业因素的影响
季度(Quarter)	季度哑变量,用来控制不同时间的宏观经济影响

为了检验假设H1、H2,我们建立以下面板数据模型

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * Fasset_{i,t-1} + \alpha_2 * Inv_{i,t-1} + \alpha_3 * Rec_{i,t-1} + \alpha_4 * Q_{i,t-1} + \alpha_5 * Roe_{i,t-1} + \alpha_6 * \sum Industry_{it} + \alpha_7 * \sum Quarter_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设H3,我们将融资约束哑变量与固定资产、存货和应收账款相乘,建立如下面板数据模型:

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Fasset_{i,t-1} + \beta_2 * Inv_{i,t-1} + \beta_3 * Rec_{i,t-1} + \beta_4 (Fasset_{i,t-1} * Access) + \beta_5 (Inv_{i,t-1} * Access) + \beta_6 (Rec_{i,t-1} * Access) + \beta_7 * Access + \beta_8 * \sum Industry_{it} + \beta_9 * \sum Quarter_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设H4,我们将紧缩货币政策代理哑变量与固定资产、存货和应收账款相乘,建立如下面板数据模型:

$$Lev_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 * Fasset_{i,t-1} + \gamma_2 * inv_{i,t-1} + \gamma_3 * Rec_{i,t-1} + \gamma_4 (Fasset_{i,t-1} * Tight) + \gamma_5 (Inv_{i,t-1} * Tight) + \gamma_6 (Rec_{i,t-1} * Tight) + \gamma_7 * Tight + \beta_8 * \sum Industry_{it} + \beta_9 * \sum Quarter_{it}$$

$$+ \varepsilon \quad (3)$$

四、实证结果和分析

(一) 描述性统计

表2报告了样本观察值的描述性统计。数据显示,样本公司财务杠杆(Lev)的均值为0.5065,短期财务杠杆(SLev)的均值为0.4279,长期财务杠杆(LLev)的均值为0.0781,这表明我国上市公司债务融资以短期为主。固定资产净值的均值为0.2582,存货净额的均值为0.1920,应收账款净额的均值为0.1114。

(二) 回归结果与分析

本文分别使用普通最小二乘法和固定效应模型对模型(1)进行估计,估计过程中将被解释变量分别换成财务杠杆(Lev)、短期财务杠杆(SLev)和长期财务杠杆(LLev),回归结果见表3。在估计过程中,我们对模型进行了多重共线性检验,结果显示所有模型回归变量的方差膨胀因子(VIF)值均小于3,这表明模型不存在多重共线性问题。本文在进行混合普通最小二乘估计时,对所有模型均使用怀特修正异方差计算标准误差;在进行固定效应回归时,考虑到特异性误差可能存在组内序列相关和异方差性,对所有

模型进行显著性检验时均采用面板稳健标准误 (panel-robust standard error)。本文也对模型(1)用随机效应模型进行了估计,所得结果与固定效应模型没有显著差异,限于篇幅没有报告。

表2 主要变量的描述性统计结果

变量	N	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
Lev	27960	0.5065	0.5161	0.0891	0.8651	0.1746
SLev	27960	0.4279	0.4273	0.0780	0.8225	0.1661
LLev	27960	0.0781	0.0409	0.0000	0.3948	0.0927
Fasset	27960	0.2582	0.2335	0.0026	0.7030	0.1663
Inv	27960	0.1920	0.1504	0.0019	0.7491	0.1555
Rec	27960	0.1114	0.0870	0.0000	0.4403	0.0994
Q	27960	1.6044	1.2966	0.7904	5.8677	0.8864
Roe	27960	0.0400	0.0310	-0.2941	0.2621	0.0730
Money	27960	0.1499	0.1279	0.0051	0.5178	0.1022
Access	27960	0.2303	0.0000	0.0000	1.0000	0.4210
Tight	27960	0.5000	0.5000	0.0000	1.0000	0.5000

表3 财务杠杆与资产结构

变量	Lev		SLev		LLev	
	最小二乘	固定效应	最小二乘	固定效应	最小二乘	固定效应
$Fasset_{t-1}$	0.1138*** (14.18)	0.0638*** (9.08)	0.0299*** (3.90)	0.0725*** (10.59)	0.0846*** (17.87)	-0.0073 (-1.56)
Inv_{t-1}	0.3271*** (38.69)	0.2717*** (38.10)	0.3554*** (43.26)	0.2787*** (40.09)	-0.0259*** (-5.32)	-0.0031 (-0.65)
Rec_{t-1}	0.2733*** (23.45)	0.1903*** (17.87)	0.4337*** (39.55)	0.3033*** (29.20)	-0.1571*** (-27.65)	-0.1104*** (-15.69)
Q_{t-1}	-0.0605*** (-43.51)	-0.0274*** (-27.99)	-0.0352*** (-14.04)	-0.0106*** (-11.06)	-0.0250*** (-41.26)	-0.0165*** (-25.50)
Roe_{t-1}	0.1410*** (-8.54)	-0.1762*** (-18.35)	-0.2203*** (-14.04)	-0.1707*** (-18.22)	0.0790*** (9.56)	-0.0068 (-1.08)
截距	0.5358*** (57.65)	0.5077*** (101.84)	0.3865*** (41.98)	0.3556*** (73.15)	0.1470*** (24.60)	0.1490*** (45.24)
行业	控制		控制		控制	
时间(季度)	控制		控制		控制	
样本	27261	27261	27261	27261	27261	27261
Adj R ²	0.2040		0.2087		0.1826	
Within R ²	0.1519		0.1180		0.0892	
Overall R ²	0.1639		0.1486		0.1140	
F值	136.00	110.42	139.27	82.48	118.13	60.39

注:括号内数值为t值;*表示结果在10%水平上显著,**表示结果在5%水平上显著,***表示结果在1%水平上显著。

表3中回归结果的第(1)列和第(2)列显示,固定资产、存货和应收账款与财务杠杆存在着显著的正相关关系,而且在最小二乘和固定效应模型中均通过了1%水平下的显著性检验,这说明假设H1成立,公司的可抵押资产与资本结构正相关。根据表3第(3)列和第(4)列的回归结果,我们可以发现存货和应收账款与短期财务杠杆之间存在着显著的正相关关系,而且在最小二乘和固定效应模型中均通过了1%水平下的

显著性检验,这表明假设H2a成立,公司的短期资产与短期财务杠杆正相关。从表3第(5)列和第(6)列可以看出,在最小二乘法回归中,公司的固定资产与长期财务杠杆正相关且通过了1%水平下的显著性检验,但在固定效应回归中,公司的固定资产与长期财务杠杆呈不显著负相关,表明假设H2b部分成立,这可能是由于我国上市公司负债以短期负债为主。另外,在表3所有回归中,托宾Q值均与财务杠杆呈显著负相关

性,这说明成长性强的公司财务杠杆较低,这点与以往的研究成果相一致。

前文已经证实了固定资产、存货和应收账款会影响公司的抵押担保渠道效应,在下一步分析中,本文将研究公司债务融资的能力与抵押担保渠道效应的关系。为此,我们以样本公司总资产的均值为界限,将公司分为两类:一类是融资约

束弱的公司(公司资产大于所有样本公司总资产的均值);另一类是融资约束强的公司(公司资产小于所有样本公司总资产的均值)。为了检验融资约束的效应,我们将融资约束代理变量与三个资产结构变量相乘(见模型(2)),使用普通最小二乘法和固定效应模型对模型(2)进行估计,估计结果见表4。

表4 财务杠杆、资产结构和融资约束

Dep. Var: $Leverage_t$	最小二乘		固定效应	
	系数	T 值	系数	T 值
$Fasset_{t-1}$	0.1733 ***	18.71	0.1009 ***	13.29
Inv_{t-1}	0.3750 ***	37.42	0.2908 ***	37.03
Rec_{t-1}	0.3501 ***	26.98	0.2407 ***	21.77
$Fasset_{t-1} * Access$	-0.0992 ***	-6.06	-0.0989 ***	-7.79
$Inv_{t-1} * Access$	-0.0525 ***	-3.29	-0.0274 **	-2.14
$Rec_{t-1} * Access$	-0.0478 **	-1.97	-0.2191 ***	-10.48
$Access$	0.1361 ***	15.94	0.0965 ***	15.49
截距	0.3300 ***	35.25	0.4012 ***	85.73
行业	控制			
时间(季度)	控制		控制	
样本	27261		27261	
Adj R ²	0.1792			
Within R ²			0.1319	
Overall R ²			0.1415	
F 值	144.23		89.55	

注: * 表示结果在 10% 水平上显著, ** 表示结果在 5% 水平上显著, *** 表示结果在 1% 水平上显著。

从表4可以看出,融资约束代理变量与三个资产结构变量的交乘项的系数显著为负,在融资约束强的公司中,固定资产对资本结构影响的系数是0.1733,而在融资约束弱的公司中系数显著下降($0.0781 = 0.1773 - 0.0992$),存货和应收账款对资本结构影响的系数在融资约束弱的公

司中也显著下降。这证明了假设 H3 成立,抵押担保渠道效应在融资约束强的上市公司中更为明显。我们也使用了随机效应模型对模型(2)进行估计,估计结果与固定效应模型没有显著差异。

表5 财务杠杆、资产结构和货币政策状况

Dep Var: $Lverage_t$	全样本		融资约束弱的公司		融资约束强的公司	
	系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
$Fasset_{t-1}$	0.1363 ***	12.58	0.0761 ***	3.88	0.1821 ***	14.54
Inv_{t-1}	0.3834 ***	33.56	0.3061 ***	17.47	0.3807 ***	28.00
Rec_{t-1}	0.2061 ***	13.30	0.2567 ***	8.79	0.3807	28.00
$Fasset_{t-1} * Tight$	-0.0350 ***	-2.32	-0.0358	-1.25	-0.0498 ***	-2.89
$Inv_{t-1} * Tight$	-0.0115	-0.72	-0.0432 **	-1.57	-0.0008	-0.04
$Rec_{t-1} * Tight$	-0.0282 *	-1.32	0.0545	1.28	-0.0612 ***	-2.58
$Tight$	0.0041	0.52	0.0035	0.23	0.0171 **	1.92
截距	0.3545 ***	45.00	0.4515	24.73	0.3231 ***	37.20
行业	控制		控制		控制	
样本	27261		6388		20873	
Adj R ²	0.1125		0.1191		0.1042	
F 值	222.86		137.65		145.04	

注: * 表示结果在 10% 水平上显著, ** 表示结果在 5% 水平上显著, *** 表示结果在 1% 水平上显著。

表5是模型(3)的回归结果,我们使用混合普通最小二乘法进行估计。从表5中我们可以得到两个重要结果。首先,在全样本回归结果中,固定资产与紧缩货币政策代理哑变量交乘项的系数以及应收账款与紧缩货币政策代理哑变量交乘项的系数显著为负,存货与紧缩货币政策代理哑变量交乘项的系数为负但不显著,这表明在货币政策紧缩时期,抵押担保渠道效应减弱。其次,对比融资约束弱的公司和融资约束强的公司的回归结果,我们可以发现,与融资约束弱的公司相比,融资约束强的公司固定资产、存货和应收账款的系数大,而且,固定资产与紧缩货币政策代理哑变量交乘项的系数以及应收账款与紧缩货币政策代理哑变量交乘项的系数显著为负,这表明货币政策的紧缩对融资约束强的公司冲击更大。因此,表5的回归结果证明了假设H4成立。

(三) 稳健性检验

为了检验结果的稳健性,我们进行了如下敏感性检验分析:首先,为了规避变量可能存在的一阶自相关问题,我们对模型(1)中的变量进行了一阶差分回归;其次,我们使用公司是否国有控股来衡量公司的融资约束程度,将国有公司定义为融资约束弱的公司,非国有公司定义为融资约束强的公司;第三,我们使用总资产收益率(Roa)来代替净资产收益率进行回归;最后,我们使用制造业的样本对所有模型进行了回归。结果表明这些稳定性检验除个别指标的显著性水平和回归系数略有变化外,各指标之间关系与本文的研究结果没有实质性差异,主要结论不变。

五、结论

本文利用2003—2012年我国上市公司的季度数据,从抵押担保渠道角度研究了资产结构、融资约束、货币政策与资本结构的关系。结果发现:(1)固定资产、存货和应收账款是通过抵押担保渠道影响公司资本结构的重要因素;(2)与融资约束弱的公司相比,融资约束强的公司融资更容易受抵押担保渠道的影响;(3)货币政策会通过抵押担保渠道影响公司的融资,而且对融资约束强的公司影响更明显。

本文的研究结果表明固定资产、存货和应收账款的价值变动对我国上市公司资本结构的影

响较大,宏观经济政策的改变会影响公司资产的可抵押性进而影响公司的资本结构,抵押担保渠道对公司融资的影响具有经济上的显著性。融资约束程度不同的公司在面对相同的宏观冲击时,其资本结构的调整存在差异。具体而言,银根紧缩时,融资约束强的公司融资能力受到信贷政策的制约,获得贷款的难度急剧加大,而融资约束弱的公司债务融资的途径较多,较少受到信贷配额的约束。

本研究有助于加深我们对货币政策有效性的认识,对中央银行制定货币政策具有参考价值。融资约束较严重的中小企业和民营企业受货币政策的影响比较大,而融资约束较轻的大型企业和国有企业受货币政策的影响较小,因此,现行的偏重于总量调节的货币政策往往难以达到预期效果。决策者应关注不同企业主体对政策效果的差异性,尤其是要关注货币政策传导机制的微观基础。

参考文献:

- [1]Faulkender, M., Petersen, M. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? [J]. Review of Financial Studies, 2006(19): 45-79.
- [2]Leary, M. Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure [J]. Journal of Finance, 2009(64): 1143-1185.
- [3]Berger, A., Udell, S., Udell, V. Tests of Ex Ante Versus Ex Post Theories of Collateral Using Private and Public Information [J]. Journal of Financial Economics, 2011(100): 85-97.
- [4]Khieu, H., Mullineaux, D., Yi, H. The Determinants of Bank Loan Recovery Rates [J]. Journal of Banking and Finance, 2012(36): 923-933.
- [5]Rampini, A., and S. Viswanathan. Collateral and Capital Structure [R]. Working Paper, Duke University, 2012.
- [6]Campello, M., Giambona, E. Real Assets and Capital Structure [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2013(16): 82-99.
- [7]Becker, B., Ivashina, V. Cyclicalities of Credit Supply: Firm Level Evidence [R]. Harvard Business School, Working Paper, August 2011.
- [8]Korajczyk R. A., Levy A. Capital Structure Choice:

- Macroeconomic Conditions and Financial Constraints [J]. *Journal of Financial Economics*, 2003 (68): 75-109.
- [9] 苏冬蔚, 曾海舰. 宏观经济因素与公司资本结构变动 [J]. *经济研究* 2009(12): 17-42.
- [10] 马文超, 胡思玥. 货币政策、信贷渠道与资本结构 [J]. *会计研究* 2012(11): 39-48.
- [11] 江龙, 宋常, 刘笑松. 经济周期波动与上市公司资本结构调整方式研究 [J]. *会计研究* 2013(7): 28-34.
- [12] Nilsen, J. H. , Trade Credit and the Bank Lending Channel [J]. *Journal of Money , Credit , and Banking* , 2002(34): 226-253.
- [13] 饶品贵, 姜国华. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩 [J]. *管理世界* 2013(6): 12-22.
- [14] 黄志忠, 谢军. 宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束 [J]. *会计研究* 2013(1): 63-69.
- [15] Campello , M. and D. , Hackbarth. The Firm-Level Credit Multiplier [J]. *Journal of Financial Intermediation* 2012(21): 446-472.
- [16] Chaney , T. , Sraer , D. Thesmar , D. The Collateral Channel: How Real Estate Shocks Affect Corporate Investment [J]. *American Economic Review* , 2012 (102): 2381-2409.
- [17] 沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究 [J]. *中国工业经济* 2010(6): 55-64.
- [18] 屈文州, 谢雅璐, 叶玉妹. 信息不对称融资约束与投资现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究 [J]. *经济研究* 2011(6): 105-117.
- [19] 马君潞. 金融约束、代理成本假说与企业投资行为: 来自中国上市公司的经验证据 [J]. *南开经济研究* 2008(1): 3-18.
- [20] 吴宗法, 张英丽. 所有权性质、融资约束与企业投资 [J]. *经济与管理研究* 2011(5): 72-77.
- [21] Hennessy , C. A. , Whited , T. M. How Costly Is External Financing? [J]. *Evidence from a Structural Estimation. Journal of Finance* , 2007 , 62 (4): 1705-1745.

(责任编辑: 黄明晴)

Monetary Policy , the Collateral Channel and the Capital Structure

Hu Jie

(School of Finance , Nanjing University of Finance and Economics , Nanjing 210046 , China)

Abstract: The paper discusses the impact of the monetary policy and the collateral channel on the listed company's leverage under the background of the transition economies. The study finds that fixed assets , inventory and accounts receivable are important factors affecting the company's capital structure through the collateral channel. Further empirical studies show that the changes of monetary policy have different effects on the company according to the different financing constraints: the financing ability of the companies which face strong financing constraints is constrained by the credit policy , they are more susceptible to the monetary policy and the collateral channel; while the debt finance way of the companies which face weak financing constraints is various , their responses are weaker. The article will help to deepen our understanding of the effectiveness of the monetary policy and the policymakers should focus on the different effects of the policy on the different enterprises.

Key words: monetary policy; financing constraints; the collateral channel; leverage